

2025年10月23日

证券研究报告·公司动态跟踪报告

信达生物 (1801.HK) 医疗保健

当前价: 85.10 港元

目标价: —— 港元



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

携手武田，加速新一代 IO 及 ADC 疗法推向全球市场

投资要点

- **事件：**信达生物与武田制药达成全球战略合作，双方将共同开发两款后期在研疗法：IBI363（PD-1/IL-2 α -bias）和 IBI343（CLDN18.2 ADC），以及一款早期研发项目 IBI3001（EGFR/B7H3 ADC）的选择权。
- **IBI363 和 IBI343 授权武田，助力信达生物实现“成长为国际一流的生物制药企业”的长远目标。**根据合作协议，信达生物将获得 12 亿美元首付款（含 1 亿美元的溢价战略股权投资）以及潜在里程碑付款，总交易额最高可达 114 亿美元。同时信达生物还将获得销售分成。信达生物与武田制药将在全球范围内共同开发 IBI363，并按照 40/60 比例（信达生物/武田制药）分担开发成本；双方将在美国共同商业化 IBI363，并按照 40/60 比例（信达生物/武田制药）分配美国市场利润或损失。双方将率先推进 IBI363 于非小细胞肺癌（NSCLC）与结直肠癌（CRC）的全球开发，包括着重拓展一线 NSCLC 和一线 CRC 适应症；此外，双方计划于近期启动 IBI363 更多适应症的临床开发。从战略意义的角度，凭借信达生物在 IO 与 ADC 领域的专业洞见和丰富积累，与武田制药在全球开发和商业化的深厚经验与强大实力，双方将通过协同一致的临床开发计划，加速将信达生物的新一代肿瘤疗法推向全球市场，造福全球患者，最大化实现产品价值。另外，此次合作是信达生物迈向全球化战略蓝图的关键一步，将助力信达生物拓展全球布局，最终实现“成长为国际一流的生物制药企业”的长远目标。
- **IBI363 多项适应症进入临床 III 期，IO 耐药市场潜力巨大。**IBI363（PD-1/IL-2）是一款新一代免疫检查点抑制剂，结合了 PD-1 和 IL-2 α 的双重作用机制，旨在提高免疫治疗的疗效，同时减少副作用。目前，IBI363 多项适应症计划进入临床 III 期，针对 IO 经治鳞状非小细胞肺癌的全球多中心 III 期临床研究已获 FDA 及 NMPA 的新药临床研究许可；针对三线结直肠癌的 III 期临床研究正在准备中；针对 IO 初治黑色素瘤（肢端型与黏膜型亚型）的关键临床研究于 2025 年初在中国启动。IBI363 治疗 NSCLC 展现出 BIC 潜力。根据 I 期临床研究，针对 IO 耐药 NSCLC，IBI363 3mg/kg 单药治疗肺鳞癌的 ORR 达 36.7%，mPFS 达 9.3m；IBI363 3mg/kg 单药治疗肺腺癌的 ORR 达 24%，mPFS 达 5.6m。目前，IO 耐药 NSCLC 治疗仍存在巨大未满足的临床需求，K 药+仑伐替尼（LEAP-008）、阿替利珠单抗+卡博替尼（CONTACT-01）等产品先后失利于该适应症，IO 耐药的 NSCLC 市场潜力巨大。
- **IBI343 剑指胰腺癌适应症，有望突围癌症之王。**IBI343（CLDN18.2）是一款针对 CLDN18.2 靶点的 ADC 药物，主要用于治疗胃癌和胰腺癌等消化道肿瘤。IBI343（CLDN18.2 ADC）在中国启动针对三线胰腺导管癌的 III 期临床研究，针对三线胃癌的 III 期临床研究在中国与日本同步推进。IBI343 治疗晚期胰腺癌数据优异。83 例胰腺癌患者接受了至少一次 IBI343 治疗，6mg/kg 剂量组 CLDN18.2 1+2+3+ $\geq$ 60% 的 44 例受试者中，确认的客观缓解率（cORR）为 22.7%，中位 PFS 为 5.4 个月；中位 OS 为 9.1 个月。其中既往仅接受过一线治疗受试者（N=17）的中位 PFS 为 5.4 个月，中位 OS 长达 12.1 个月；既往仅接受过两线治疗受试者（N=18）的中位 PFS 为 5.3 个月，中位 OS 为 9.1 个月。

西南证券研究院

分析师：杜向阳

执业证号：S1250520030002

电话：021-68416017

邮箱：duxy@swsc.com.cn

分析师：汤泰萌

执业证号：S1250522120001

电话：021-68416017

邮箱：ttm@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

52 周区间(港元)	30.0-107.0
3 个月平均成交量(百万)	20.72
流通股数(亿)	17.14
市值(亿)	1,458.37

相关研究

1. 信达生物 (1801.HK)：业绩超预期，双轮驱动顺利起航 (2025-08-29)
2. 信达生物 (1801.HK)：业绩符合预期，首次实现 Non-IFRS 盈利 (2025-05-06)

- **盈利预测：**公司研发及商业化实力强劲，我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 114.4、149.7 和 201.1 亿元。
- **风险提示：**研发进展或不及预期风险、核心品种商业化进展或不及预期风险、海外合作或不及预期风险、政策风险。



指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	9421.89	11438.17	14972.57	20108.16
增长率	51.82%	21.40%	30.90%	34.30%
归属母公司净利润（百万元）	-94.63	864.68	1643.79	2749.81
增长率	90.79%	1013.74%	90.10%	67.28%
每股收益 EPS（元）	-0.06	0.50	0.96	1.60
净资产收益率 ROE	-0.72%	6.18%	10.52%	14.96%
PE	-1436.68	157.23	82.71	49.44

数据来源：公司公告，西南证券

盈利预测

关键假设：

假设 1：达伯舒持续拓展适应症，佩米替尼、奥雷巴替尼、雷莫西尤单抗、塞普替尼、氟泽雷塞、匹妥布替尼等新药逐步放量，肿瘤管线 2025-2027 年产品销量同比增速分别为 20%、20%、15%，毛利率假设 2025-2027 分别为 85%、85%、86%。

假设 2：托莱西单抗纳入国家医保目录并开始贡献增量，替妥尤单抗于 2025 年初获批上市，重磅单品玛仕度肽于 2025 年上半年获批上市，假设非肿瘤管线 2025-2027 年产品销量同比增速分别为 400%、160%、130.8%，平均价格不变，毛利率假设 2025-2027 年分别为 78%、78%、79%。

假设 3：公司管线丰富，多款 ADC 及双抗产品未来授权预期高，假设授权收入 2025-2027 年均为 7 亿元。

综上，我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 114.4、149.7 和 201.1 亿元。

表：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2024A	2025E	2026E	2027E
肿瘤管线	收入	80.3	96.4	115.7	133.1
	增速	19.8%	20%	20%	15%
	毛利率	85%	85%	85%	86%
非肿瘤管线	收入	2	10	26	60
	增速	63.9%	400%	160%	130.8%
	毛利率	78%	78%	78%	79%
授权收入	收入	11	7	7	7
	增速	146%	-36.4%	0	0
	毛利率	-	-	-	-
研发服务费收入	收入	0.94	1	1	1
	增速	209.24%	6.38%	-	-
	毛利率	60%	60%	60%	60%
合计	收入	94.2	114.4	149.7	201.1
	增速	51.8%	21.4%	30.9%	34.3%
	毛利率	84%	84%	84%	85%

数据来源：wind，西南证券

附：财务报表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	2406.79	2641.39	3571.86	4597.26	营业额	9421.89	11438.17	14972.57	20108.16
应收账款	1184.41	1253.50	1558.79	1928.18	销售成本	1510.21	1715.73	2245.89	3016.22
预付款项、按金及其他应收款项	93.98	438.72	533.27	661.09	其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	销售费用	4346.89	5032.80	6513.07	8747.05
存货	822.17	846.11	984.50	1156.91	管理及研发费用	2681.07	2836.67	3593.42	4624.88
其他流动资产	5765.49	6999.30	9162.08	12304.68	财务费用	67.65	116.98	106.13	102.70
流动资产总计	10272.84	12179.02	15810.50	20648.12	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	858.99	858.99	858.99	858.99	投资收益	-41.01	0.00	0.00	0.00
固定资产	5279.61	4783.33	4287.04	3790.76	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	775.06	1736.01	2514.07	3617.31
无形资产	1650.23	1375.20	1100.16	825.12	其他非经营损益	-853.68	-853.68	-853.68	-853.68
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	税前利润	-78.62	882.33	1660.40	2763.63
其他非流动资产	3540.93	3540.93	3540.93	3540.93	所得税	16.01	17.65	16.60	13.82
非流动资产合计	11329.77	10558.44	9787.12	9015.80	税后利润	-94.63	864.68	1643.79	2749.81
资产总计	21602.60	22737.46	25597.62	29663.92	归属于非控制股东利润	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	357.68	376.05	430.72	495.82	归属于母公司股东利润	-94.63	864.68	1643.79	2749.81
其他流动负债	3606.09	4263.00	5424.69	6676.08	EBITDA	408.79	1770.63	2537.84	3637.65
流动负债合计	4368.87	4639.05	5855.41	7171.89	NOPLAT	826.69	1833.00	2602.53	3705.68
长期借款	2412.35	2412.35	2412.35	2412.35	EPS(元)	-0.06	0.50	0.96	1.60
其他非流动负债	1703.65	1703.65	1703.65	1703.65					
非流动负债合计	4116.00	4116.00	4116.00	4116.00	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
负债合计	8484.87	8755.05	9971.41	11287.90	成长能力				
股本	0.11	0.11	0.11	0.11	营收额增长率	51.82%	21.40%	30.90%	34.30%
留存收益	0.00	864.68	2508.48	5258.29	EBIT 增长率	98.95%	9206.1%	76.77%	62.26%
归属于母公司股东权益	13117.73	13982.41	15626.21	18376.02	EBITDA 增长率	161.87%	333.13%	43.33%	43.34%
归属于非控制股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	税后利润增长率	90.79%	1013.7%	90.10%	67.28%
权益合计	13117.73	13982.41	15626.21	18376.02	盈利能力				
负债和权益合计	21602.60	22737.46	25597.62	29663.92	毛利率	83.97%	85.00%	85.00%	85.00%
					净利率	-1.00%	7.56%	10.98%	13.68%
					ROE	-0.72%	6.18%	10.52%	14.96%
					ROA	-0.44%	3.80%	6.42%	9.27%
					ROIC	6.45%	13.01%	18.02%	24.12%
					估值倍数				
现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	P/E	-1436.68	157.23	82.71	49.44
税后经营利润	982.24	1701.29	2488.93	3599.22	P/S	14.43	11.89	9.08	6.76
折旧与摊销	419.77	771.32	771.32	771.32	P/B	10.36	9.72	8.70	7.40
财务费用	67.65	116.98	106.13	102.70	股息率	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营资金	-182.64	-996.31	-1484.64	-2495.73	EV/EBIT	-89.75	0.47	-0.14	-0.34
经营性现金净流量	1287.02	1593.27	1881.74	1977.51	EV/EBITDA	2.41	0.26	-0.10	-0.27
投资性现金净流量	-1165.41	-836.60	-845.14	-849.41	EV/NOPLAT	1.19	0.25	-0.10	-0.26
筹资性现金净流量	-606.63	-522.08	-106.13	-102.70					
现金流量净额	-485.02	234.59	930.47	1025.40					

数据来源：公司公告，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jjy@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

广深	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	tdl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn